

## 2019年第二季度我国宏观经济与财政政策分析报告

# 供给侧结构性改革呼唤 2.0 升级版

中国社会科学院财经战略研究院党委书记 研究员 闫坤 中国人民大学国际货币  
研究所研究员 刘陈杰

面对错综复杂的国内外环境，我们呼吁供给侧改革 2.0 版本。以“三去一降一补”为代表的供给侧改革在过去几年时间内发挥了重要作用，但随着宏观经济环境的变化，部分政策内容还有改善的空间。我们从学术层面提出的供给侧改革 2.0 版本可以概括为“一促一增”。

呼吁供给侧改革 2.0 版本中的“一促”即为减税降费，意为通过调节政府、居民、企业之间的收入分配比例，使得居民和企业经济增长过程中的获得感提升，是提升实体经济投资回报率良方的良方。供给侧改革 2.0 版本中的“一增”即为运用强大的资本市场，提供直接融资工具，增加对实体经济，特别是高科技企业的融资支持力度。

中国经济运行平稳结构性改革效果显著

2019 年上半年，我国经济运行情况总体平稳，经济出现了有序复苏的良好局面，财政总体形势保持平稳。2019 年第二季度 GDP 增速从一季度的 6.4% 小幅回落至 6.2%。我们预计，2019 年下半年中国经济增速将稳定在 6.2% 左右，稳中向好，主要假设为：房地产投资累计同比增速维持在 8% 左右；基建增速提升 2 至 3 个百分点；社会零售总额增速维持在 8.5% 左右；出口增长不失速。短周期而言，中国经济增长处于企业库存和利润周期的底部区域，建设高质量的经济增长将是未来的重中之重，我们呼吁供给侧改革 2.0 版本。

经济运行显示韧性，下半年仍需政策发力

2019 年上半年，按不变价计算，我国经济增速达到 6.3%，消费、投资、出口增速均表现平稳，彰显了中国经济增长的坚强韧性。在外部环境深刻变化与国内深化改革的背景下，进一步稳定增长，加快结构性改革是中国经济行稳致远的关键。从我国经济整体和分项的领先指标来看，2019 年下半年，中国房地产投资增速、出口增速可能会有一定的下行压力；消费增速和基建增速可能将小幅企稳或有一定的回升。为了保障经济增速位于合理区间，2019 年下半年财政政策和货币政策仍需发力，控制部分领域的金融风险，加快结构性改革。

稳就业：保证经济增长处于合理区间，稳定大学生就业。2019 年上半年，全国城镇新增就业 737 万人，完成全年目标任务的 67%。6 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，比上月上升 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%，与上月持平。

稳金融：鼓励货币进入实体经济。2019 年上半年，央行坚持稳健的货币政策，适时、适度实施宏观政策的逆周期调节，保持流动性合理充裕，做好预调微调，加大金融对实体经济尤其是民营经济和小微企业的支持，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范和化解金融风险，扎实做好重点领域的金融风险防控。总体看，当前银行体系流动性合理充裕、货币信贷和社会融资规模适度增长，市场利率运行平稳。

稳外贸：要注意下半年的出口增长风险。2019 年上半年我国外贸环境非常复杂。货物进出口总额 146675 亿元，同比增长 3.9%，增速比一季度加快 0.2 个百分点。上半年，规模以上工业企业实现出口交货值 58361 亿元，同比增长 4.2%。6 月份，规模以上工业企业实现出口交货值 10555 亿元，增长 1.9%。

稳投资：基础设施投资有所回升，制造业投资结构优化。上半年，全国固定资产投资（不含农户）299100亿元，同比增长5.8%，增速比1至5月加快0.2个百分点，比一季度回落0.5个百分点。其中，民间投资180289亿元，增长5.7%。分产业看，第一产业投资下降0.6%；第二产业投资增长2.9%，其中制造业投资增长3.0%；第三产业投资增长7.4%，其中基础设施投资增长4.1%。高技术制造业投资同比增长10.4%，增速比全部投资快4.6个百分点；高技术服务业投资增长13.5%，增速比全部投资快7.7个百分点。从环比看，6月份固定资产投资（不含农户）增长0.44%。

基础设施投资企稳回升，抵御经济下行风险。基建投资在短期经济调控中主要用来抵御经济下行周期的风险，以及补足中长期经济增长的短板。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，增速比1至5月份提高0.1个百分点。

房地产投资面临压力，制造业投资仍需提升。今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年可能不会出现大幅上行。房地产投资在上半年都能有较好的增长，但土地购置并不热情，100城土地出售已经下滑，房地产下半年面临下行。制造业投资6月份虽然有所回暖，但仍然在探底过程，预计三、四季度可能稳定。固定资产投资随房地产投资下行。预计2019年下半年房地产销售和房地产投资增速将缓慢下行，其下行对经济增长造成的拖累将依赖基建投资托底。

稳物价：居民消费价格涨势温和，工业生产者价格基本平稳。2019年上半年，全国居民消费价格同比上涨2.2%，涨幅比一季度扩大0.4个百分点。6月份，全国居民消费价格同比上涨2.7%，涨幅与上月持平；环比下降0.1%。预计2019年内下半年通胀压力可能略微抬升，但仍处于可控区间。

#### 供给侧结构性改革深入推进

2019年上半年，我国经济结构继续优化。第三产业增加值占国内生产总值比重为54.9%，比上年同期提高0.5个百分点，比第二产业高15.0个百分点；第三产业增长对国内生产总值增长的贡献率为60.3%，高于第二产业23.2个百分点；规模以上工业中战略性新兴产业和高技术产业保持快速增长。最终消费支出增长对经济增长的贡献率为60.1%。在全部居民最终消费支出中，服务消费占比为49.4%，比上年同期提高0.6个百分点。

2019年上半年，中国经济在总量上实现了稳定增长，在结构上进一步优化，有效地控制了债务规模和杠杆率。2019年下半年海外不确定因素增加，国内的房地产投资和出口增速承压，经济增长前景有一定压力。我们认为，财政政策和货币政策需要进一步发力，为结构性改革营造较为稳健的时代背景，对重点领域进行支持，进一步减税降费。

#### 减税效应显著期待更大力度

2019年上半年，积极的财政政策加力提效，中央和地方财政部门切实采取措施，确保减税降费落地生根。上半年全国财政收入增长3.4%，其中一季度增长6.2%，二季度增长0.8%。总体看，2019年上半年财政收入运行总体平稳，如果将减税等因素还原回去，全国财政收入增幅与GDP现价增幅基本匹配，保持在合理区间。减税效应显著，期待更多更大力度的减税降费政策，激励实体经济。

#### 财政收入增速放缓，减税效果显现

2019年上半年，全国税收收入累计增速，与2018年相比，同期回落了13.5个百分点。减税降费政策的落实落地，进一步减轻了企业负担，增加了居民收入，对增强企业信心、稳定市场预期、有效应对经济下行压力、促进经济平稳运行，都发挥了重要的作用。1至6月累计，全国一般公共预算收入107846亿元，同比增长3.4%。其中，中央一般公共预算收入51589亿元，同比增长3.4%；地方一般公共预算本级收入56257亿元，同比增长3.3%。全国税收收入92424亿元，同比增长0.9%；非税收入15422亿元，同比增长21.4%。

2019年上半年财政政策减税效应显著。分税种看，上半年国内增值税同比增长5.9%，比去年同期增幅回落10.7个百分点，主要是去年降低增值税税率政策翘尾和今年增值税新增减税效果

进一步放大的影响。企业所得税同比增长 5.3%，比去年同期增幅回落 7.5 个百分点，主要受提高研发费用税前加计扣除、小微企业普惠性税收减免、5 月底出台的保险业手续费及佣金税前扣除比例上调等减税政策影响。进口货物增值税、消费税同比下降 2.7%，主要是增值税减税效果持续体现。个人所得税同比下降 30.6%，主要是去年个人所得税提高起征点、调整税率的政策翘尾和今年增加六项附加扣除的减税效应叠加释放。涉及小微企业普惠减税的“六税两费”（包括资源税、房产税等）合计下降 0.2%。

#### 财政支出快速增长，发债工作成绩显著

2019 年 1 至 6 月累计，全国一般公共预算支出 123538 亿元，同比增长 10.7%。其中，中央一般公共预算本级支出 16890 亿元，同比增长 9.9%；地方一般公共预算支出 106648 亿元，同比增长 10.8%。

财政支出普遍增长。地方财政统筹地方一般公共预算收入、中央财政转移支付、债券发行收入、盘活存量资金等，做好支出预算执行工作。上半年，地方一般公共预算支出同比增长 10.8%，增幅比去年同期提高 3 个百分点。31 个地区全部实现同比增长。

#### 政府性基金预算收入增长缓慢，土地出让收入压力仍大

2019 年 1 至 6 月累计，全国政府性基金预算收入 31781 亿元，同比增长 1.7%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 1989 亿元，同比增长 3.5%；地方政府性基金预算本级收入 29792 亿元，同比增长 1.6%，其中国有土地使用权出让收入下降 0.8%。

在支出方向，2019 年 1 至 6 月累计，全国政府性基金预算支出 37150 亿元，同比增长 32.1%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 874 亿元，同比增长 8.1%；地方政府性基金预算相关支出 36276 亿元，同比增长 32.8%，其中国有土地使用权出让收入安排的支出增长 11.5%。

#### 呼吁供给侧改革 2.0 版本

面对错综复杂的国内外环境，我们呼吁供给侧改革 2.0 版本。以“三去一降一补”为代表的供给侧改革在过去几年时间内发挥了重要作用，但随着宏观经济环境的变化，部分政策内容还有改善的空间。供给侧改革 2.0 版本即为，进一步减税降费，释放改革红利，增加中游行业和下游消费行业的利润份额。同时，加快建设发达的资本市场，增加直接融资比例，为科技创新提供更有效的金融供给。从存量上，做好服务制造业、消费行业的政策支持，稳定宏观经济增长；从增量上，大力发挥金融供给侧改革的功能，为大量科技型、技术型企业提供便利的直接融资途径。因此，我们从学术层面提出的供给侧改革 2.0 版本可以概括为“一促一增”，“一促”即为利用减税降费等一系列政策措施促进中游制造业和下游消费行业的稳定；“一增”即为运用强大的资本市场，提供直接融资工具，增加对实体经济，特别是高科技企业的融资支持力度。

#### 通过更大力度的减税降费支持实体经济发展

呼吁供给侧改革 2.0 版本中的“一促”即为减税降费，意为通过调节政府、居民、企业之间的收入分配比例，使得居民和企业经济增长过程中的获得感提升，是提升实体经济投资回报率的良方。

供给侧改革 1.0 版本中的“三去一降一补”，从供给侧改革实施前后行业 ROE 的比较来看，主要是使得上游行业享受到更多改革红利。上游行业中的钢铁、煤炭、有色、化工、建材等从 2016 年供给侧改革深入实施以来，盈利情况均出现了系统性的提升。我们发现与此同时，中游行业和下游消费行业的盈利情况不容乐观。一个可能的解释为，上游行业原材料部分涨价之后，这些原材料作为中游制造业的成本部分，侵占了部分原有行业的利润。

今年的政府工作报告提出，2019 年将减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元，主要通过降低增值税率和降低企业社保缴费负担的形式实现。

从减税降费的微观传导来看，有利于企业部门更多的专注于实体经济，更多地投入研发，更多地注重技术进步而不是脱实向虚。由于实体经济的投资环境不佳，越来越多的非金融企业减少了对生产性资产的投资，而把资本配置在金融资产上，这种行为被学术界称为金融化。降低企业

实际税负有利于降低企业资本成本，从而促进企业投资增加。减税对于居民部门的效果也非常明显，个税的降低将提升居民消费水平，促进居民在教育、医疗等方面的支出。因此，减税降费从企业、居民行为的微观层面而言，将产生较为明显正向作用。

从减税降费的宏观传导来看，在经济衰退时，减税政策会减少纳税人的税收负担，积极财政政策效应更加明显；而在经济繁荣时，纳税人对税收负担敏感度下降。按照我们构建的减税对经济增长影响的脉冲响应模型来看，减税效果最显著的是企业所得税，即企业所得税占 GDP 比重每降低 1%，未来 4 至 8 个季度内 GDP 增长率会增加 0.09%。企业所得税减税对 GDP 拉动作用最为明显，应该成为下一阶段减税政策的主要选择方向。

减税降费中的“费”部分还有很大的降低空间。从税收结构上看，以增值税、消费税、关税为主体的流转税是中国税收的主要部分，多年来占整个税收收入的比例都在 65%左右。企业所得税作为直接税的代表，份额大约在 25%左右，其他税种则分享余下的 10%左右的份额。由于我国政府收入的多元化，在税收之外的各类费、基金、社保、住房公积金乃至土地出让金收入等非税收入的占比过大。除了今年提出的降低社保负担，减税降费中的其他“费”部分还有很大的降低空间，这部分也是下一阶段减税降费的重要方向。

通过金融供给侧改革支持实体经济

供给侧改革 2.0 版本中的“一增”即为运用强大的资本市场，提供直接融资工具，增加对实体经济，特别是高科技企业的融资支持力度。

金融对实体经济的支持和帮助对产业的发展，特别是高新技术产业的发展非常重要。我国金融不平衡、不充分发展主要体现在三个方面。

第一，间接融资与直接融资发展不平衡。随着债券和股票市场发展，非金融企业的直接融资占比有所提升，但银行信贷在社会融资中仍占据主导地位。以间接融资为主的金融市场结构难以适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势。金融供给主体，特别是中小金融机构不足，小微、“三农”、绿色等金融服务短板还有待补齐。更为重要的是，银行等间接融资的强大不能有效地转化为对国民经济关键领域，特别是高新技术产业的支持。

第二，金融机构服务和市场主体需求不平衡。当前产业发展已不单纯满足实体经济部门融资的需求，还有现金管理、投资交易、财务顾问、保险、证券、基金等多样化的需求，传统信贷主导的融资模式已经无法匹配企业多样化的需求。金融供给侧改革在一定程度上也在呼吁更高质量和多层次的金融服务体系。中长期来看，我们需要构建分层有序、功能互补的多层次资本市场和多层次、广覆盖、有差异的银行体系。

第三，直接融资体系的发展与经济社会发展不平衡。目前全口径直接融资规模占社会融资总额的比重，在 2007 年股权分置改革完成后由 2002 年的 4.95% 上升到 11.09%，最近 10 年基本保持 15% 左右，而股权融资规模基本在 5% 左右徘徊，而美国直接融资占整个融资体系的比重则达 80% 左右。金融是对信用的风险定价。目前我国正在大力推动信用体系建设，一定程度上有利于我国基于信用体系建设的直接融资体系。

增加直接融资支持实体经济的一系列措施即为我们所说的供给侧改革 2.0 版本的“一增”。具体而言，科创板设立并试点注册制，新股延续常态化发行，以及新三板增量改革政策出台预期增强，实体经济企业的融资渠道更加多元，融资获得感显著增强。长期来看，积极稳妥推进主板、中小板、创业板、新三板、科创板、区域股权交易市场、券商柜台交易市场等建设，协同发展场内和场外，公募和私募，股票、债券和期货等多层次资本市场体系。同时，构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，亟须增加金融供给主体，补齐金融服务短板，为不同经济群体、经济层次、不同产业、不同领域的市场主体提供差异化、特色化的金融服务，特别是小微、“三农”、绿色等领域。

（本文系《我国宏观经济与财政政策分析》课题阶段性成果）